

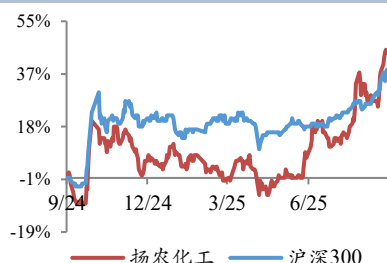
农药景气度持续回升，葫芦岛项目打开空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-31

收盘价（元） 73.45
近12个月最高/最低（元） 75.87/46.12
总股本（百万股） 405
流通股本（百万股） 404
流通股比例（%） 99.65
总市值（亿元） 298
流通市值（亿元） 297

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.24 年业绩符合预期，葫芦岛项目有序推进 2025-03-30

2.扬农化工：Q3 业绩同比实现增长，优创项目助力远期成长 2024-10-30

3.1H24 业绩承压下滑，优创项目一阶段进入试生产 2024-09-02

主要观点：

● 事件描述

2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年度报告。公司 2025 年上半年实现营收 62.34 亿元，同比+9.38%；实现归母净利润 8.06 亿元，同比+5.60%；实现扣非归母净利润 7.96 亿元，同比+7.86%。其中，2025 年第二季度公司实现营收 29.93 亿元，同比+18.63%/环比-7.64%；实现归母净利润 3.71 亿元，同比+11.06%/环比-14.72%；实现扣非归母净利润 3.66 亿元，同比+17.50%/环比-15.04%。

● 25Q2 部分产品价格回升，农药有望走出底部区间

2025H1 公司原药和制剂销售均价 6.45、4.16 万元/吨，同比-3.04%、-2.89%。销量分别为 5.67、2.81 万吨，同比+13.43%、0.12%。分产品来看，公司主要产品草甘膦、联苯菊酯、烯草酮、麦草畏、三唑酮、苯醚甲环唑、氯氟菊酯、吡唑醚菌酯、高效氯氟菊酯 25Q2 市场均价分别为 2.34、12.97、12.04、5.4、5.2、9.16、7.5、15.62、11.04 万元/吨，同比-8.72%、-2.93%、+81.84%、-10.79%、-13.01%、-3.80%、+22.95%、-6.70%、3.08%。环比+0.71%、+1.23%、+56.32%、-6.54%、持平、-0.69%、11.57%、-1.38%、+1.19%。

● 农化行业现企稳迹象，静待行业复苏

供给端：近年国内新增产能集中释放，叠加跨界产能陆续投产，供应总量持续攀升，据国家统计局数据，2025 年 1-6 月全国化学农药产量同比增长 10%。同时，印度农化企业产能扩张，其出口份额及对特定品种的定价影响力不断提升，持续挤压国内企业国际市场空间。需求端：据 TradeMap，2025 年 H1 中国农药类产品出口 180.68 万吨，同比+15.72%。出口金额 49.02 亿美元，同比+13.38%。截至 2025 年 8 月 23 日，公司主要产品草甘膦、联苯菊酯、烯草酮、麦草畏、三唑酮、苯醚甲环唑、氯氟菊酯、吡唑醚菌酯、高效氯氟菊酯市场价格分别为 2.69、12.65、12.25、5.4、5.2、8.7、7.5、15、10.65 万元/吨，较年初分别+13.95%、-1.17%、+63.33%、-6.9%、持平、-7.45%、15.38%、-6.25%、-1.39%。

● 葫芦岛项目快速推进，逆周期扩张打开盈利空间

葫芦岛项目主要生产杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂和相关中间体产品，建设年产 15650 吨农药原药、7000 吨农药中间体，其中一阶段已于去年投产，经过产能爬坡，目前已经全部达到设计产能，二阶段于今年 7 月进入试生产。子公司江苏优嘉年产 3,000 吨吡唑醚菌酯及 22,665 吨副产品扩建项目预计今年 Q3 投产。

● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.12、16.65、20.27 亿元，

对应 PE 分别为 21、18、15 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10435	11216	12369	13900
收入同比 (%)	-9.1%	7.5%	10.3%	12.4%
归属母公司净利润	1202	1412	1665	2027
净利润同比 (%)	-23.2%	17.5%	17.9%	21.7%
毛利率 (%)	23.1%	26.6%	27.8%	29.8%
ROE (%)	11.4%	12.0%	12.3%	13.0%
每股收益 (元)	2.98	3.48	4.11	5.00
P/E	19.43	21.08	17.88	14.69
P/B	2.23	2.52	2.21	1.92
EV/EBITDA	10.99	10.57	8.59	6.98

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7182	7834	9816	12219	营业收入	10435	11216	12369	13900
现金	1618	2181	3569	5345	营业成本	8023	8229	8927	9761
应收账款	1931	1970	2190	2473	营业税金及附加	35	40	44	49
其他应收款	44	42	46	53	销售费用	232	240	266	300
预付账款	198	208	221	243	管理费用	468	519	564	635
存货	1105	1321	1403	1513	财务费用	-65	162	216	244
其他流动资产	2285	2112	2387	2591	资产减值损失	-59	-43	-37	-41
非流动资产	10483	11179	12026	12759	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	42	46	0
固定资产	5612	6232	6779	7274	营业利润	1413	1668	1963	2387
无形资产	584	585	572	556	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	4287	4362	4675	4929	营业外支出	12	0	0	0
资产总计	17665	19013	21843	24978	利润总额	1406	1668	1963	2387
流动负债	6629	6681	7809	8896	所得税	203	254	297	359
短期借款	1192	1633	2140	2679	净利润	1203	1413	1667	2028
应付账款	2519	2102	2414	2662	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	2918	2946	3255	3555	归属母公司净利润	1202	1412	1665	2027
非流动负债	493	512	527	527	EBITDA	2103	2768	3306	3888
长期借款	0	20	40	40	EPS (元)	2.98	3.48	4.11	5.00
其他非流动负债	493	492	487	487					
负债合计	7122	7192	8335	9422					
少数股东权益	7	8	9	10					
股本	407	405	405	405					
资本公积	773	737	737	737					
留存收益	9356	10671	12356	14403					
归属母公司股东权益	10536	11813	13498	15545					
负债和股东权益	17665	19013	21843	24978					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2155	2120	3120	3633	成长能力				
净利润	1203	1413	1667	2028	营业收入	-9.1%	7.5%	10.3%	12.4%
折旧摊销	720	939	1127	1256	营业利润	-24.4%	18.0%	17.7%	21.6%
财务费用	-8	227	303	387	归属于母公司净利	-23.2%	17.5%	17.9%	21.7%
投资损失	-3	-42	-46	0	获利能力				
营运资金变动	211	-467	36	-79	毛利率 (%)	23.1%	26.6%	27.8%	29.8%
其他经营现金流	1024	1931	1664	2149	净利率 (%)	11.5%	12.6%	13.5%	14.6%
投资活动现金流	-2193	-1654	-1971	-2029	ROE (%)	11.4%	12.0%	12.3%	13.0%
资本支出	-1817	-1830	-2008	-2029	ROIC (%)	10.1%	11.5%	11.8%	12.2%
长期投资	-415	-10	-10	0	偿债能力				
其他投资现金流	39	186	46	0	资产负债率 (%)	40.3%	37.8%	38.2%	37.7%
筹资活动现金流	172	97	219	152	净负债比率 (%)	67.6%	60.8%	61.7%	60.6%
短期借款	832	440	507	539	流动比率	1.08	1.17	1.26	1.37
长期借款	-3	20	20	0	速动比率	0.78	0.84	0.96	1.09
普通股增加	0	-1	0	0	营运能力				
资本公积增加	27	-37	0	0	总资产周转率	0.63	0.61	0.61	0.59
其他筹资现金流	-684	-325	-308	-387	应收账款周转率	5.45	5.75	5.95	5.96
现金净增加额	147	563	1388	1776	应付账款周转率	3.59	3.56	3.95	3.85

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	2.98	3.48	4.11	5.00	P/E	19.43	21.08	17.88	14.69
每股经营现金流薄)	5.32	5.23	7.70	8.96	P/B	2.23	2.52	2.21	1.92
每股净资产	25.91	29.14	33.30	38.34	EV/EBITDA	10.99	10.57	8.59	6.98

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。